

根据季节性因素买入黄金，当前是否仍可行

◎摘要:

2020-12-31

宏观策略组

研究员:

刘洋洋

从业资格证号: F3023134

投资咨询证号: Z0015411

电话: 021-68757223

邮箱: liuyyy@qh168.com.cn

联系人:

陈炳宜

从业资格证号: F3055994

电话: 021-68757223

邮箱: chenby@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号: F3064051

电话: 021-68757223

邮箱: liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◆12月以来，黄金白银价格出现较强反弹。内盘黄金主力合约20日累计涨幅约7%，内盘白银主力合约20日累计涨幅约20%。驱动事件来看，新一轮新冠纾困措施取得积极进展成为推动贵金属价格上涨的主要因素。中短期内，黄金白银季节性因素或许也是在不容忽视的一大利好。

◆季节性因素简析：珠宝首饰消费推升贵金属价格逻辑仍欠妥。长期看，贵金属价格变化并不与珠宝首饰需求变化正相关，二者关系并没有直接联系。且珠宝首饰的消费旺季更集中在四季度，但在这一时期黄金白银相比其他季度并没有展现出更稳定的季节性上涨，反而在11月表现为偏差。

◆黄金1月强势或为抵御通胀。从与黄金白银对标的美国抗通胀型债券(TIPS)收益率来看，自2004年至2019年，TIPS收益率在1月均大概率下降，黄金白银在1月的上涨并没有脱离与TIPS收益率呈反向变化的框架。物价方面，美国1月CPI环比有较强的季节性上涨，或许就是CPI变动的季节特性给了多头在1月布局黄金白银的理由。另一方面，10年期美国国债收益率变化则没有在1月表现出较强的季节性。

◆后市展望：1月黄金上涨仍可期。在纾困措施与季节性因素的刺激下，美国1月CPI或仍趋于上行，贵金属1月旺季大概率继续兑现。同时，综合依旧被限制在低位的10年期美债收益率与有可能继续抬升的通胀预期来看，实际利率在1月或更趋于下行，利多贵金属价格。

◆操作建议：黄金白银中短期维持偏多思路对待，回调可尝试加仓

◆风险因素：疫苗传更积极进展消息，美国疫情传播受控，共和党获议院控制权，误判黄金季节性因素

正文目录

1. 概述.....	3
2. 季节性因素简析.....	3
2.1. 珠宝首饰消费推升贵金属价格逻辑仍欠妥.....	3
2.2. 贵金 1 月强势或为抵御通胀.....	4
3. 后市展望.....	5
3.1.....	5

图表目录

图 1 道指与 10 年期 TIPS 隐含通胀率正相关.....	3
图 2 短期内金银比与 VIX 指数呈正相关.....	3
图 3 美国疫情发展.....	5
图 4 2016 年以来各国央行购/售金.....	5

1.概述

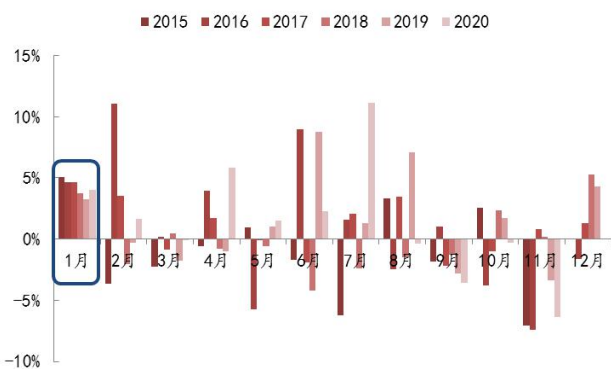
12月以来，黄金白银价格出现较强反弹。内盘黄金主力合约20日累计涨幅约7%，内盘白银主力合约20日累计涨幅约20%。驱动事件来看，新一轮新冠纾困措施取得积极进展成为推动贵金属价格上涨的主要因素：随着美国上年度联邦政府预算12月即将到期，市场有预期新一轮新冠纾困措施将与新一期预算方案捆绑推出。在缺乏新一轮纾困措施的情况下，美国四季度经济复苏进程放缓，国会两党领袖坐下重新谈判，并在12月下旬达成一致，当前特朗普已签署本轮9000亿美元的新冠纾困措施，并且向个人发放的支票仍有从600美元升级至2000美元的可能。除了消息面上的刺激，黄金白银季节性因素或许也是在中短期内不容忽视的一大利好，本文试图就造成贵金属季节性因素的可能原因进行简析，并对后市行情进行一定展望。

2.季节性因素简析

2.1.珠宝首饰消费推升贵金属价格逻辑仍欠妥

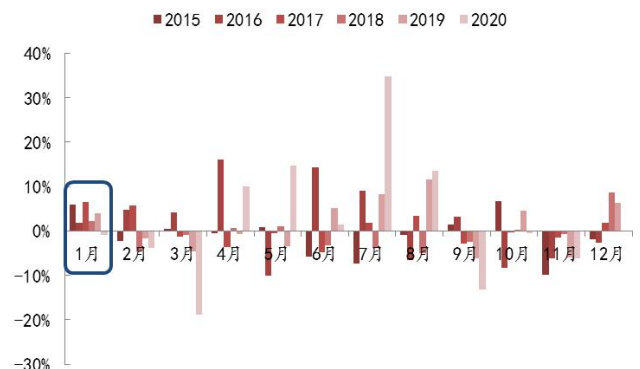
我们选取伦敦现货黄金、白银价格每月最后一日价格计算月度涨跌幅，发现近6年期间，黄金白银价格在1月均大概率上涨，黄金价格6年以来每个1月份价格均上涨，平均涨幅4.2%，白银价格除2020年1月跌0.9%，其余年份1月均上涨，6年内1月份平均涨幅为3.3%。从价格变化上来看，黄金白银在过去6年的1月展现出较稳定季节性上涨。

图1 伦敦金现月度涨幅



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图2 伦敦银现月度涨幅

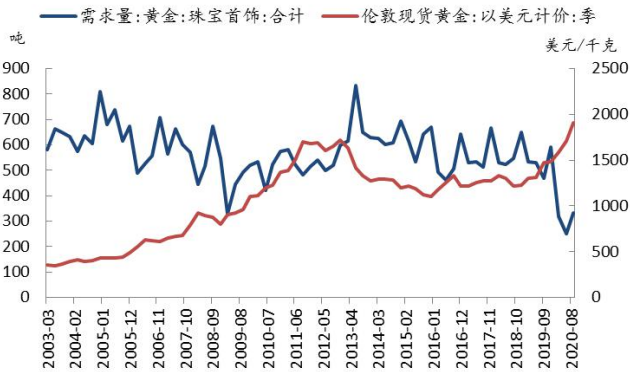


资料来源：Wind，东海期货研究所整理

一般观点认为，年末或新年伊始对金银饰品消费的强劲消费需求是推升贵金属价格的主要因素，但我们认为这一逻辑仍欠妥。一是长期看，贵金属价格变化并不与珠宝首饰需求变化正相关：取2003年1季度至2020年3季度世界黄金协会统计数据与伦敦现货黄金季度均价，二者相关系数为-0.41。内在逻辑上，黄金价格上涨多伴随着经济增速放缓，即所说的避险需求，但在这一时期，消费表现往往不佳，尤其是对珠宝首饰这一类非必须品的需求往往承压，可见此二者关系并没有直接联系，而是对经济下行的反应，反之也难以将金价的上涨直接归因于珠宝首饰消费需求的提升。

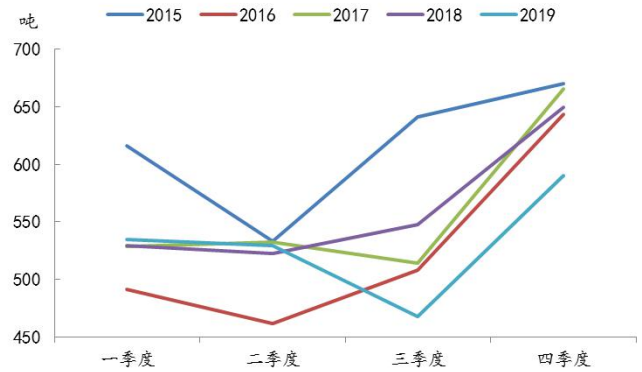
另一方面,珠宝首饰的消费旺季更集中在四季度,从世界黄金协会统计的2015至2019年珠宝首饰需求数据来看,四季度的珠宝首饰消费对黄金白银的需求往往是年内最高值,但在这一时期黄金白银相比其他季度并没有展现出更稳定的季节性上涨,反而在11月表现为偏差。总的来说,我们认为从逻辑上来看把黄金价格上涨归因于珠宝首饰消费仍欠妥,同时在数据上由于缺乏更高频的月度数据,也难以解释是1月珠宝首饰强劲的消费带动贵金属价格季节性上涨。

图3 珠宝首饰需求与金价



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图4 珠宝首饰需求季节性表现



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

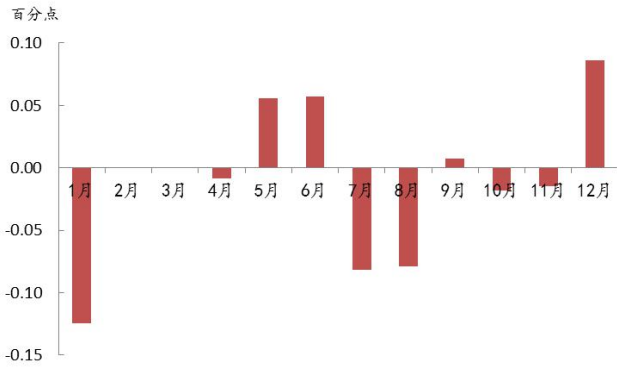
2.2. 贵金1月强势或为抵御通胀

既然不能从珠宝首饰消费的角度解析贵金上涨的季节特性,我们仍着眼于其金融属性上是否展现一定季节性。从与黄金白银对标的美国抗通胀型债券(TIPS)收益率来看,自2004年至2019年,TIPS收益率在1月均大概率下降,16年中出现13次下降,平均下降0.12个百分点,为1年12个月中下降最多的月份。从这个数据来看,黄金白银在1月的上涨并没有脱离与TIPS收益率呈反向变化的框架,在TIPS收益率表现最差的1月出现季节性上涨。

而TIPS收益率又与美国物价变化息息相关,取2004年至2019年美国CPI环比数据,美国1月CPI除2015年外环比均上涨,16年中出现15次上升,1月CPI环比增长率均值为0.35%。且不仅在1月份,1季度CPI增长均表现较强势;1季度CPI增长势头逐步增加,2、3季度增长开始放缓,在4季度趋于下降;或得益于低基数效应1月CPI上涨成为大概率事件。从美国消费习惯来看,12月底圣诞节,1月新年,年终奖亦集中在12月底至2月中发放,在节日效应与消费信心的提升下或使得1月物价趋于上涨。我们认为或许就是CPI变动的季节特性给了多头在1月布局黄金白银的理由。

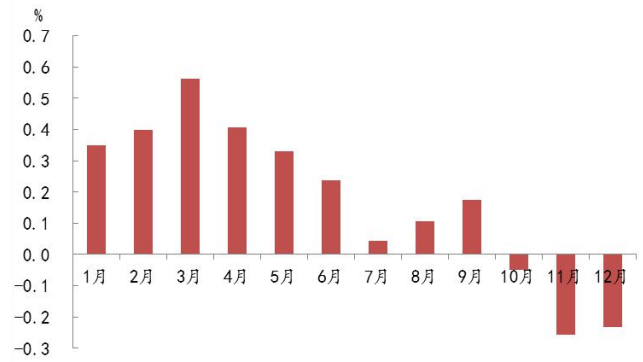
另一方面,10年期美国国债收益率变化则没有在1月表现出较强的季节性,自2004年至2019年,虽然1月10年期美债收益率平均下降0.03个百分点,但在16年中仅出现9次下降。过去16年中,10年期美债收益率下降往往出现在8月份,平均下降0.2个百分点,为一年中最大降幅,16年中出现12次下降。

图5 10年期TIPS收益率变化(2004年起均值)



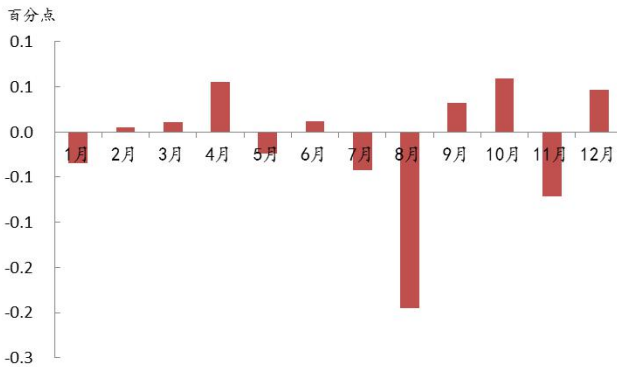
资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图6 CPI环比增长率(2004年起均值)



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

图7 10年期美债收益率变化(2004年起均值)



资料来源: Wind, 东海期货研究所整理

3.后市展望: 1月贵金属上涨仍可期

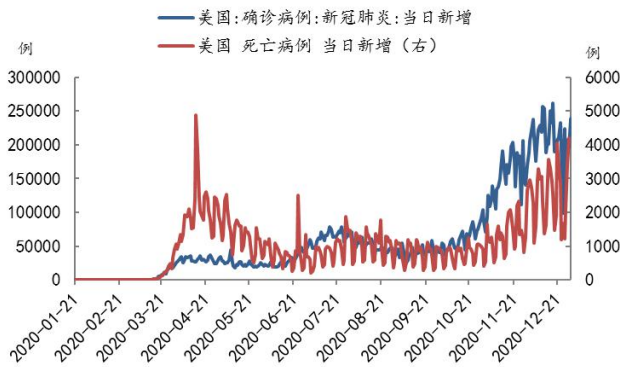
9000亿美元纾困措施立法签署后,美国财政部至少需要两周的时间将现金存入个人银行账户。根据 Washington Post 对新刺激法案的总结,在个人刺激支票方面,单身年收入在 7.5 万美金,户主年收入 11.2 万美金以下的每位成年人可获得 600 美金;夫妻年收入少于 15 万美金双方共获的 1200 美金;每位儿童可得 600 美金,每家最多 2 位儿童可领;单身年收入超过 7.5 万美金,夫妻年收入超过 12 万美金获得的福利逐步减少;单身年收入 9.9 万美金以上,夫妻年收入 19.8 万美金以上则无法获得刺激支票。在失业救助方面,联邦失业救济金每周增发 300 美元,最早从 12 月 27 日开始,至明年 3 月 14 日。在纾困措施与季节性因素的刺激下,美国 1 月 CPI 或仍趋于上行,贵金属 1 月旺季大概率继续兑现。

另一方面,拜登政府竞选时规划的财政刺激规模达 2 万亿美元,当前由于美国经济复苏已经出现一定放缓迹象新刺激法案的推出已刻不容缓,国会两党通过规模缩水 9000 亿美元的纾困措施并通过特朗普签署,但拜登亦透露出此后仍有更多财政刺激措施的意愿。1 月关注的焦点在于参议院的控制权争夺,在众议院的控制权上,民主党已获得 435 个议席中的 218 个席位保持了对新一届众议院的把控,而参议院控制权仍留有悬念,共和党人暂时以 50 席对 48 席领先民主党人和独立派人士,由于佐治亚州的参议院选举中所有候选

人均未超过 50%的支持率，1月5日将进行第二轮选举。如果民主党最终能共和党齐平那么在此后出现投票平票时，能依靠副总统作为参议院院长的一票打破僵局。如果参议院的控制权最终也落入民主党手中，此后拜登通过其他大规模的财政刺激方案将更为顺畅，有助于通胀预期继续抬升。

而美国当前的新冠疫情传播仍严重疫苗普及仍有待时日，有消息称最近发现的变种新冠病毒早就在 11 月至 12 月就在美国出现并传播，美国专家福奇亦表示 1 月疫情或比 12 月更加糟糕。综合依旧被限制在低位的 10 年期美债收益率与有可能继续抬升的通胀预期来看，实际利率在 1 月或更趋于下行，利多贵金属价格。

图 8 美国疫情近况



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

图 9 美国实际利率走势



资料来源：Wind，东海期货研究所整理

4.操作建议

建议黄金白银中短期维持偏多思路对待，前期多单继续持有，回调可尝试加仓，AG2102、AG2106 合约逢低做多，AG2102 目标点位 6000 以上，AU2102 目标点位 410 以上。前期金银比套利空单可继续持有，目标点位 70 以下。

风险因素：疫苗传更积极进展消息，美国疫情传播受控，共和党获参议院控制权，误判贵金属季节性因素

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn